

العجز المالي والسياسة النقدية في مصر*

فتحي خليل الخضراوي
كلية التجارة - جامعة طنطا

مقدمة

يمتليء الأدب الاقتصادي بالكتابات حول الدور الذي يلعبه العجز المالي في تحديد مسارات المتغيرات الاقتصادية بحيث لا نبالغ إذا قلنا إن البناء المالي للاقتصاد قد أصبح مدخلا ضروريا لفهم المحددات الرئيسية للتوازن الاقتصادي ولتقييم أداء السياسات الاقتصادية بصفة عامة والسياسة النقدية على وجه الخصوص. ولما كانت معرفة السيطرة التي يحوزها البنك المركزي المصري شرطاً ضرورياً لتطوير سياسات نقدية أكثر فعالية وملاءمة 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. والفرض العام الذي تبثه هذه الدراسة هو أن سيطرة السلطات النقدية على القاعدة النقدية، وما يلحق بأداء السياسة النقدية من أضرار، تتوقف أساساً على إمكانية تمويل العجز المالي بموارد حقيقية، وهذا الفرض العام يمكن تجزئته إلى الفروض التالية:

- (1) ان عجز السلطات المالية عن تدبير موارد حقيقية لتمويل الإنفاق الحكومي، مع عدم تمتع السلطات النقدية بالاستقلال عنها، يجعل العجز المالي أهم محددات المسار الزمني للقاعدة النقدية، وسوف نطلق على ذلك «فرض التبعية».
- (2) إن ما ينشأ عن العجز المالي، باعتباره أحد معطيات السياسة المالية، من تقليل لسيطرة السلطات النقدية على القاعدة النقدية يضر بالأداء المستهدف للسياسة النقدية، وسوف نطلق على ذلك «فرض الفعالية».

* أتقدم بالشكر إلى الدكتور محمود عبدالحفي، الأستاذ بمعهد التخطيط القومي بالقاهرة لما بذله من جهد في قراءة هذا البحث، ولما أبداه من ملاحظات قيمة كان لها فضل خروجه بهذا الشكل.

(3) ان مقدار الضرر الذي يلحق بأداء السياسة النقدية من جراء العجز المالي، لا يتوقف على مستوى هذا العجز، وإنما على مقدار التغير الذي يطرأ عليه، وسوف نطلق على ذلك «فرض الكمية».

وتستخدم الدراسة في اختبارها لهذه الفروض الثلاثة نموذجاً يصور الكيفية التي تستجيب بها القاعدة النقدية للتطور في أهداف السياسة النقدية والعجز المالي. ويتم تطوير النموذج على مراحل تتصاعد بتصاعد الفرض الذي نقوم باختباره. وتستند عملية التطوير على ثلاثة مفاهيم أساسية هي قيد الميزانية العامة ومتطابقة التغير في القاعدة النقدية ودالة رد الفعل.

ولا ندعى أن بناء نموذج يصور كيف يكون رد فعل السلطات النقدية أمراً سهلاً، فلا شك أن 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 كما إلا الافتراض بثبات هذه المعلومات خلال فترة الدراسة، وفي أفضل الحالات اعتمادها على مقدار التغير المطلق في عجز الميزانية العامة. لهذا، ننبه القارئ إلى أن أية نتائج يتم التوصل إليها في هذا البحث هي لتقريب الأوضاع إلى الأذهان وليست من باب الدقة العددية.

وفي الجزء الباقي من هذا البحث سوف نعرض أولاً للمفاهيم الثلاثة التي يستند عليها النموذج، ونتبع ذلك بتطوير النموذج على ثلاث مراحل يعقب كل منها تقدير المعلومات السلوكية مع تقييم النتائج المستخلصة من اختبار الفرض المناسب، ونختتم البحث بتقديم موجز له مع التوصيات المقترحة.

قيد الميزانية العامة

طبقاً لما أورده (Tanzi et al. 1987: 714)، فإن عجز الميزانية العامة، وبالتحديد العجز الإجمالي، هو الفرق بين إجمالي النفقات الحكومية النقدية بما فيها الفوائد المدفوعة مع استبعاد أقساط الديون المدفوعة، وبين إجمالي المتحصلات الحكومية النقدية بما فيها المنح مع استبعاد حصيلة القروض. ويستهدف قياس العجز على هذا النحو تزويد المسؤولين بمؤشر عن حجم الموارد الإضافية التي ينبغي على الحكومة أن تقتصرها من القطاع الخاص المحلي أو من المصادر الأجنبية أو من البنك المركزي. ورغم محدودية هذا المفهوم، فلا يزال أداة نافعة خاصة إذا ما تم تدعيمه بالتحليل الاقتصادي المناسب.

وما يهمنا بالنسبة للعجز ليس مجرد وجوده في الميزانية العامة للدولة، وإنما الوسائل المستخدمة في تمويله. فمن المعروف أن بإمكان القطاع الحكومي تمويل نفقاته مستخدماً

عددا من الوسائل يعكسها ما يسمى بـ «قيد الميزانية العامة» Budget Constraint. وقيد الميزانية العامة هو قيد يصور العلاقة بين التدفقات المالية الداخلة إلى القطاع الحكومي والخارجة منه (Poole, 1978: 34). فالإنفاق الحكومي يمول بالضرورة عن طريق إيرادات الضرائب أو حصيلة بيع السندات الحكومية أو الإصدار النقدي الجديد. وهناك ثلاثة أمور تجدر الإشارة إليها في هذا الخصوص:

(1) إن قيد الميزانية رغم أنه يضع قيда على سلوك القطاع الحكومي إلا أنه لا يعني عدم نمو العجز والدين الحكومي. فلا يمكن للدين الحكومي أن ينمو بشكل دائم بمعدل يزيد عن معدل نمو الناتج القومي الصافي (Dwyer, 1985: 660).

(2) إن قيد الميزانية إشارة إلى ما يترتب على العجز المالي من تحويل الموارد الحقيقية من الأجيال التي لم تولد بعد إلى الأجيال الحية، فهذه الأجيال الجديدة هي التي ستدفع فوائد الدين الحكومي وأقساطه في الوقت الذي لم تنتفع به خاصة إذا ما استخدمت القروض في تمويل الاستهلاك الجاري. ويطلق Kotlikoff (1984: 549) على هذا التحويل اسم «العجز الاقتصادي».

(3) إن الطرق المختلفة لتمويل الإنفاق الحكومي قد تكون ناتجة عن محاولة تقليل تكاليف تحصيل الإيرادات السيادية المطلوبة⁽¹⁾. كما أن من الجائز أن يكون اختلاف طرق التمويل راجعا إلى محاولة الحزب الحاكم الفوز بأصوات الناخبين، أو محاولة المسؤولين في البنك المركزي الحفاظ على سلطاتهم ووظائفهم بالموافقة على كل إصدار نقدي يستلزمه عجز الميزانية. وبينما تتفق وجهة النظر الأولى مع نظرية السلوك الحكومي الذي يحاول تحقيق المصلحة العامة، فإن وجهة النظر الثانية تتفق مع الرأي القائل بأن مسؤولي الحكومة أيا كانت مواقعهم يقومون بعمليات إعادة توزيع للثروة في المجتمع بما يحقق مكاسب شخصية لهم (Dwyer, 1985: 664-668). وجبريا، يمكن التعبير عن قيد الميزانية العامة على النحو التالي:

$$D = (G - T) = dB + dC$$

حيث D هي مقدار العجز الإجمالي، أي إجمالي النفقات الحكومية النقدية G مطروحا منه إجمالي المتحصلات الحكومية النقدية T. أما dB فهي حصيلة القروض الجديدة المقدمة للحكومة من القطاع الخاص المحلي أو من المصادر الأجنبية. وتمثل dC النقود المصدرة حديثا للمساعدة في تمويل العجز. وتشير هذه المعادلة إلى أن العجز الإجمالي يمكن تغطيته بالاقتراض من القطاع الخاص أو بإصدار نقود جديدة تعتبر جزءا من القاعدة النقدية. ولأن اهتمامنا يتجه إلى إظهار أن dC تحت رحمة السلطات المالية، فقد يكون مفيدا أن نكتب المعادلة السابقة كما يلي: $dC = (G - T) - dB$. إذ يوضح ذلك الأسباب المسؤولة عن تزايد تمويل عجز الميزانية عن طريق الإصدار النقدي الجديد حيث تنحصر هذه الأسباب

في تزايد العجز الإجمالي (G-T)، مع انخفاض المقدرة على تمويله بمداخات حقيقية dB⁽²⁾. وتشير هذه المعادلة إلى أنه إذا قوبلت الزيادة في الإنفاق الحكومي بزيادة الإيرادات المالية أو بالاقتراض المحلي أو الأجنبي، فإن الأثر الصافي على الإصدار الجديد ينعدم.

وتحقق الميزانية العامة في مصر عجزاً إجمالياً كبيراً نسبياً يبلغ في المتوسط خمس الناتج المحلي الإجمالي. ورغم أن الميزانيات الفرعية الثلاث الجارية والاستثمارية والتحويلات الرأسمالية تمثل روافد هذا العجز، إلا أن سياسة الاستثمار العام التي اتبعتها الدولة بعد الانفتاح في عام 1974 هي المسؤولة عن تزايد حجم العجز في السبعينات.

فخلال الفترة 1960/59 - 1966/65 اقتسمت الاستثمارات العامة مع العمليات الجارية مسؤولية العجز في الميزانية العامة. وخلال الفترة 1967/66 وحتى 1973 انتهجت الدولة سياسة إنكماشية انخفضت بمقتضاها الاستثمارات العامة بحيث لم تشكل سبباً للعجز في هذه المرحلة. وقد ترتب على ذلك أن تداعت البنية الأساسية وأهملت عمليات الإحلال والتجديد. ولذلك شهدت الفترة 1974 - 1982 ارتفاعاً في قيمة الاستثمارات العامة لتطوير البنية الأساسية لتكون عاملاً جاذباً للاستثمارات الأجنبية التي استهدفت سياسة الانفتاح زيادتها، وللقيام بعمليات الإحلال والتجديد للقضاء على الاختناقات في خطوط الإنتاج. ولقد ألقت هذه الاستثمارات على الميزانية العامة بأعباء ضخمة كانت أهم أسباب زيادة العجز في الفترة الأخيرة. ورغم ما شهدته الفترة 1984/83 - 1989/88 من تزايد في الإيرادات حيث كان معدل نمو الإيرادات 14,6٪ ومعدل نمو الإنفاق 10,7٪، فقد ظل العجز هو السمة المميزة للميزانية العامة. ولا ينتظر إذا ظلت الأمور على حالها أن تتوازن هذه الميزانية إلا في العام المالي⁽³⁾ 1996/95.

وتشير بيانات الفترة 1961 - 1985، وهي محل الاهتمام في هذه الدراسة، إلى أن تنامي عجز الحكومة عن أن تموّل نفقاتها بمزيد من الضرائب أو بالاقتراض المحلي أو الأجنبي قد دفعها إلى الاعتماد المتزايد على البنك المركزي كما يظهر من الجدول (1) الذي يوضح لكل خمس سنوات المتوسطات السنوية للعجز الإجمالي، والناتج المحلي، والعجز الصافي (مقاساً بالتغير في صافي مديونية القطاع الحكومي لدى البنك المركزي) وجميعها بالأسعار الجارية. كما تظهر بالجدول نسبة العجز الإجمالي إلى الناتج المحلي، ونسبة العجز الذي موله البنك المركزي.

ويلاحظ من الجدول رقم (1) أن الحجم المطلق للعجز الإجمالي في تزايد مستمر لدرجة أن عجز ما بعد تطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادي (1985/76) يتجاوز ستة أضعاف عجز ما قبل الانفتاح (1975/61). وبالإضافة إلى تصاعد حجم العجز الإجمالي ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، هناك اتجاه لتزايد الإسهام النسبي للبنك المركزي المصري في تمويل

هذا العجز خاصة مع بداية السبعينات. ومعنى ذلك تناقص الإسهام النسبي للقطاع الخاص المحلي والأجنبي في تمويل العجز. وفي ذلك دلالة على أن الجهاز المالي رغم ما طرأ عليه من تطور في الفترة الأخيرة مع تطبيق سياسة الانفتاح لا يزال عاجزا عن أداء وظيفته على وجهه مرض⁽⁴⁾. كما أن تناقص الإسهام الخارجي قد يعكس الصعوبات التي أصبحت تواجه الحكومة في أسواق الاقتراض الدولية. ومن ثم يمكن تلخيص القضية وحلها في التهرب الضريبي وجمود السوق المالية وصعوبة الاقتراض من الخارج.

جدول رقم (1)

العجز الإجمالي والصافي في مصر 1985 - 1961

البيان	1965/61	1970/66	1975/71	1980/76	1985/81
المتوسط السنوي للعجز الإجمالي (مليون جنيه)	276,4	294,2	609,4	2305,4	5065,0
المتوسط السنوي للناتج المحلي (مليون جنيه)	1751,8	2634,4	4054,8	10571,8	25135,0
المتوسط السنوي للعجز الصافي (مليون جنيه)	32,4	16,4	194,2	869,8	1842,2
العجز الإجمالي / الناتج المحلي (%)	15,8	11,2	15,0	21,8	20,2
العجز الصافي / العجز الإجمالي (%)	11,7	5,6	31,9	37,7	36,4

المصدر: حسبت بمعرفة الباحث.

متطابقة التغير في القاعدة النقدية

تتكون متطابقة العرض النقدي من حاصل ضرب المضاعف النقدي في القاعدة النقدية، أي أن $MS = m.H$ ، حيث MS هي العرض النقدي، و m هي المضاعف النقدي، و H هي القاعدة النقدية⁽⁵⁾. ومن المعروف أن حجم المضاعف النقدي يتوقف أساسا على نسبة العملات المتداولة إلى الودائع، ونسبة الاحتياطيات إلى الودائع. ومع ذلك، فإن المضاعف كحقيقة بعدية يمكن أن يتحدد بقسمة العرض النقدي على القاعدة النقدية⁽⁶⁾.

أما القاعدة النقدية، فيمكن بالنظر إلى ميزانية البنك المركزي أن نعرفها من زاويتين (Akhtar & Wilford, 1979: 4n)⁽⁷⁾. فمن زاوية الخصوم، تمثل القاعدة النقدية العملات المتداولة خارج الجهاز المصرفي مضافا إليها احتياطيات البنوك التجارية بما فيها العملات التي في حوزتها والودائع التي لها عند البنك المركزي. أما من زاوية الأصول، فإن الغطاء الذي يقابل 100% من القاعدة يتألف من صافي الأصول الأجنبية NFA مضافا إليه صافي

الأصول المحلية NDA. أي أن القاعدة النقدية منظورا إليها من زاوية أصول البنك المركزي هي: $H = NFA + NDA$ ويمثل صافي الأصول الأجنبية أصول البنك المركزي من العملة الأجنبية والذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة ومركز الدولة لدى صندوق النقد الدولي مطروحا منها الخصوم الأجنبية المشابهة. أما صافي الأصول المحلية فإن أهم بنوده في حالة مصر هو صافي مديونية القطاع الحكومي لدى البنك المركزي، إذ لا تمثل مديونية القطاع المصرفي للبنك المركزي قدرا كبيرا. فبينما كانت مديونية القطاع الحكومي 247 مليون جنيه عام 1961 وصلت عام 1985 إلى 15 966 مليون جنيه، نجد أن مديونية القطاع المصرفي كانت 13 مليون جنيه في عام 1961 بلغت في عام 1985 ما قيمته 1 912 مليون جنيه. وإذا اعتبرنا أن التغير في صافي الأصول الأجنبية يمثل رصيد ميزان المدفوعات O، وأن التغير في صافي الأصول المحلية يمثل مقدار العجز الذي تم تمويله عن طريق الإصدار النقدي الجديد dC، فإن التغير في القاعدة النقدية يمكن التعبير عنه كما يلي⁽⁸⁾: $dH = O + dC$.

والآن، إذا أخذنا في الاعتبار كلاً من قيد الميزانية العامة ومتطابقة التغير في القاعدة النقدية لاتضح لنا الصلة التي تربط بين ظاهرة العجز وظاهرة النمو في هذه القاعدة. وفي اقتصاديات السوق، فإن الصلة التي تربط بين هاتين الظاهرتين إنما تنشأ من محاولة السلطات النقدية جعل معدلات الفائدة داخل حدود معينة لا تتجاوزها. في مثل هذه الظروف، ما لم يمول عجز الميزانية العامة بالإصدار النقدي الجديد مباشرة باقتراض الحكومة من البنك المركزي أو غير مباشرة عن طريق عمليات السوق المفتوحة، 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 ثمنا يتوجب عليها أن تقبل به. وكما أشار Buchanan & Wagner (1977) فإن السلطات النقدية حين تجعل من معدلات الفائدة هدفا لسياستها فإنها قد تكون مضطرة إلى ذلك تحت الضغوط السياسية المباشرة وغير المباشرة.

ولكن إذا كان معدل الفائدة يتميز بالجمود النسبي ولا يمثل أحد أهداف السياسة النقدية كما هو الحال في مصر. فكيف حينئذ نبرر الترابط القوي بين نمو العجز ونمو القاعدة النقدية؟ من أقوى المبررات التي قدمت حول العلاقة بين عجز الميزانية ونمو القاعدة من منظور طويل الأجل لا يعتمد على تحركات معدل الفائدة ذلك التبرير الذي يقول إنه إذا كان العجز ظاهرة متكررة ولم يكن إقبال الجمهور على شراء السندات الحكومية كافيا لتمويل العجز الإجمالي، فإن الخيارات المتاحة أمام السلطات المالية في مثل هذه الظروف هي أن تقوم بتخفيض الإنفاق العام أو أن تفرض ضرائب جديدة أو أن تقتصر من البنك المركزي. وحين تكون للسلطات المالية سيطرة على السلطات النقدية، فإن الخيار الأخير هو الذي يتحقق دائما حيث تكون السلطات النقدية مرغمة على تمويل القدر المتبقي من

العجز. وتعتبر سيطرة السلطات المالية على السلطات النقدية أمراً وارداً في الكثير من الدول النامية، وذلك للأسباب الآتية (الخضراوي، 1987: 48 - 51):

- (1) تزايد الانفاق العام للوفاء بمتطلبات الدفاع والأمن القومي، وخطط التنمية الاقتصادية، وتوفير المستلزمات الحياتية للجماهير وتخفيف أعباء المعيشة عنهم⁽⁹⁾.
- (2) عدم مرونة الهيكل الضريبي لتغيرات الدخل، بسبب تحكم البيروقراطية المعوقة في أسلوب عمل الهيئات المسؤولة عن تحصيل الضرائب، ولاستغلال ذوي النفوذ سلطاتهم في التهرب من دفع الضرائب.
- (3) عدم وجود أسواق محلية متطورة لرأس المال مما يؤدي إلى عدم التمكن من بيع كميات كبيرة من الدين العام إلى القطاع الخاص المحلي.
- (4) صعوبة الاقتراض من الخارج مع تزايد حجم المديونية الخارجية للدولة سواء من حيث مقاديرها المطلقة أو بالنسبة لدخلها القومي أو صادراتها.

دالة رد فعل السلطات النقدية

سيكون تناولنا لدالة رد الفعل في ظل الافتراض بأن السلطات النقدية تسيطر على القاعدة النقدية، أو أن باستطاعتها السيطرة عليها إذا ما أرادت ذلك. ونقصد بهذه السيطرة كلاً من السيطرة المتعمدة، وعدم السيطرة المتعمدة، بسبب السعي لتحقيق أهداف أخرى. وإذا أخذنا هذا الافتراض في الحسبان، فيمكن تخيل عملية اشتقاق دالة رد الفعل على أنها أمثلية مقيدة Constrained Optimization، حيث تشتق هذه الدوال من تعظيم تفضيلات السلطات النقدية (دالة الهدف) مع الوفاء بمعدلات الشكل المختصر Reduced Form التي تعتقد هذه السلطات أنها تصف الاقتصاد (القيود)⁽¹⁰⁾. رغم ذلك، فإن معلومات دوال رد الفعل في حد ذاتها لا تعطي أية معلومات عن التفضيلات الحقيقية لهذه السلطات. فمثل هذه المعلومات لا يمكن الحصول عليها إلا إذا توافرت بيانات عن معلومات الشكل المختصر للاقتصاد ككل بالإضافة إلى تقديرات دالة رد الفعل. ولما كان محل الاهتمام في هذه الدراسة ليس هو الاستدلال على تفضيلات السلطات النقدية في مصر، وإنما مدى استجابة أدوات هذه السلطات (القاعدة النقدية) للتطورات في أهداف السياسة النقدية والعجز المالي، لهذا فإن تقدير معلومات دالة رد الفعل يعتبر كافياً لتحقيق ذلك الغرض. ودالة رد فعل السلطات النقدية، أو قانون الرقابة كما تعرف أحياناً، هي علاقة تنشأ بين أدوات السياسة النقدية (المتغيرات الرقابية) وأهدافها (المتغيرات الهدفية) تكون فيها الأخيرة بمثابة المتغيرات المستقلة أو المفسرة، وتكون الأولى بمثابة المتغيرات التابعة أو المشروحة. وبذلك تكون دالة رد الفعل موضحة لمدى استجابة المتغيرات الرقابية لما يطرأ على الأهداف من تغيرات.

والشكل العام لدالة رد الفعل (Dwyer, 1985: 669) هو: $K_t = F(g_t^*, g_{t-1}, X_t, K_{t-1})$

حيث K_t المتغيرات الرقابية أو الأدوات في الفترة t ، g_t^* القيم المرغوبة للمتغيرات الهدفية في الفترة نفسها، g_{t-1} القيم المتحققة للمتغيرات الهدفية في الفترة السابقة، أما X_t فهي قيم المتغيرات الأخرى التي تؤثر على المتغيرات الرقابية في الفترة الحالية. ويمكن النظر إلى جميع المتغيرات التي تضمها الدالة السابقة على أنها متجهات. ويلاحظ أن وجود K_{t-1} ضمن المتغيرات المستقلة في دالة رد الفعل لا يكون إلا إذا كان تعديل الأدوات أمرا مكلفا، أو كانت التكلفة الحدية لهذا التعديل تتزايد بتزايد تغيير الأدوات. أما وجود g_{t-1} فلا يكون إلا إذا كانت قيم المتغيرات الهدفية المتحققة صعبة التغيير، أو كانت التكلفة الحدية لتغييرها تتزايد مع تكرار تغييرها. لهذا يندر وجود هذين المتغيرين كلما ارتفعت درجة التجميع الزمني في البيانات المستخدمة في تقدير معلمات دالة رد الفعل.

ولما كانت دراستنا تستند إلى بيانات سنوية، فإن دالة رد فعل السلطات النقدية سوف تقتصر فقط على المتغيرات الرقابية في الفترة الحالية K_t ، والقيم المرغوبة للمتغيرات الهدفية في نفس الفترة g_t^* ، وقيم المتغيرات الأخرى المؤثرة X_t . وبينما نقصر المتغيرات الرقابية على تغيير مستوى القاعدة النقدية والمتغيرات الأخرى على العجز المالي، فإن المتغيرات الهدفية، المثلة للأهداف التي تتوخى السلطات النقدية تحقيقها باستخدام السياسة النقدية، سوف تشتمل على (أ) النمو الاقتصادي، (ب) التوظيف الكامل، (ج) استقرار الأسعار، (د) التوازن 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 يترجم إلى توازن ميزان المدفوعات. في هذه الحالة، فإن التغيرات الاقتصادية في المحيط الدولي سوف تجدد 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 لصافي أصوله الأجنبية، وإنما هو يستطيع التحكم فيها بشكل غير مباشر عن طريق توجيهه للاقتصاد المحلي. بعبارة أخرى، يصبح هدف السياسة النقدية بالإضافة إلى الأهداف الأخرى تحقيق الاستقرار في صافي الأصول الأجنبية. أما إذا كانت الدولة تتبع نظام سعر الصرف المرن، فإن التوازن الخارجي سوف يترجم في هذه الحالة إلى استقرار سعر الصرف. بمعنى أن تحركات سعر الصرف تحل محل التغير في صافي الأصول الأجنبية كقناة ينتقل عبرها أثر التغيرات

الاقتصادية في المحيط الدولي إلى الاقتصاد المحلي. في هذه الحالة، يستطيع البنك المركزي أن يتحكم مباشرة في ما يمتلكه من صافي الأصول الأجنبية، وبتغييره فإنه يستطيع تضيق نطاق التقلب في سعر الصرف من خلال التدخل بائعا أو مشتريا للنقد الأجنبي. في مثل هذا الوضع يصبح استقرار سعر الصرف هدفا للسياسة النقدية، بينما يصبح التغير في صافي الأصول الأجنبية ذاتها أداة جديدة تحت تصرف السلطات النقدية.

النموذج وفرض التبعية

في اشتقاقنا لدالة رد فعل السلطات النقدية سوف نفترض (أ) أن السلطات المالية هي التي تحدد مقدار العجز في الميزانية العامة، (ب) أن البنك المركزي هو الذي يحدد كيف يتم تمويل العجز، بمعنى أن مقدار الإصدار النقدي الجديد ومقدار الاقتراض الحكومي من القطاع الخاص هي أمور تحددها قرارات السياسة النقدية⁽¹¹⁾، (ج) أن سعر الصرف ثابت، وبالتالي يتمثل هدف التوازن الخارجي في تحقيق الاستقرار في صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي⁽¹²⁾. وللاستفادة من المعلومات التي يتضمنها قيد الميزانية العامة، فإن نقطة البدء في صياغة النموذج هي المعادلة $D = dB + dC$. ومن متطابقة التغير في القاعدة النقدية، فإن $dC = dH - O$. وبالتعويض عن dC في قيد الميزانية العامة بما تساويه من متطابقة التغير في القاعدة النقدية، وإعادة الترتيب نحصل على:

$$dH + dB = O + D \quad (م - 1)$$

وهذه المعادلة يمكن إعادة صياغتها كما يلي:

$$dH = a_0 + a_1 O + a_2 D \quad (م - 2)$$

$$dB = b_0 + b_1 O + b_2 D \quad (م - 3)$$

وتفترض هذه الصياغة أن المعلمات عبر المعادلتين (م - 2) و (م - 3) تخضع للقيود

$$a_0 + b_0 = 0 \quad \text{التالية:}$$

$$a_i + b_i = 1, i = 1, 2$$

حيث تكفل هذه القيود تحقق المتطابقات في جميع الظروف. كما أنها تعني أن المعادلتين غير مستقلتين، فإذا ما تم تقدير معلمات إحداهما أمكن تحديد ما تساويه معلمات الأخرى. وتمثل المعادلتان (م - 2) و (م - 3) دوال رد فعل السلطات النقدية، حيث يتم شرح التغير في القاعدة النقدية dH (المعادلة م - 2)، والتغير في الاقتراض الحكومي من القطاع الخاص المحلي والأجنبي dB (المعادلة م - 3) بالتغير في صافي الأصول الأجنبية O ، والعجز المالي الإجمالي D ، والأهداف الأخرى المحلية التي يعكسها ثابت المعادلة⁽¹³⁾.

ويلاحظ أن اختبارات الفروض الثلاثة - التبعية والفعالية والكمية - سوف تعتمد أساساً على المعادلة (م-2). لا ارتباط هذه الفروض بسلوك القاعدة النقدية، ولذلك يهمن أن نلقي الضوء على أهم المعلومات التي وردت بها:

أ (المعلمة a₁): تقيس هذه المعلمة جهود السلطات النقدية في تعقيم (تحييد) آثار ميزان المدفوعات على القاعدة النقدية⁽¹⁴⁾. وتتراوح قيمة هذه المعلمة بين الصفر والواحد الصحيح. ويكون التعقيم كاملاً عندما تكون هذه المعلمة مساوية للصفر. أما حين تكون هذه المعلمة مساوية للواحد الصحيح، فمعنى ذلك أن القاعدة النقدية تستجيب لتطورات ميزان المدفوعات فضلاً عن تطورات المتغيرات المستقلة الأخرى.

وطبقاً لما أورده (Argy & Kouri (1974: 210)، توجد طريقتان يمكن من خلالها للتطورات الحالية في ميزان المدفوعات أن تؤثر على القاعدة النقدية. أولاً، أن تكون السلطات النقدية غير مجهزة فنياً بالأدوات الفعالة لمواجهة التحركات الكبيرة في ميزان المدفوعات. فعمليات السوق المفتوحة قد تقيد ضالة حجم السوق المالية. ومن المحتمل ألا تستخدم التغيرات في نسبة الاحتياطي إلا في حالات نادرة. أما الطرق الأخرى كوضع أسقف على إقراض البنوك التجارية وتغيير الودائع الحكومية لدى البنك المركزي وغيرها، فإنها ضبابية ويصعب التنبؤ بآثارها، كما أنها غير مرنة. وثانياً، فإن السلطات النقدية في تحديد مقدار التغير المناسب في القاعدة النقدية قد تأخذ في الحسبان التطورات الحالية في ميزان المدفوعات. وتجدر الإشارة إلى أن نجاح السلطات النقدية في تحييد آثار ميزان المدفوعات على القاعدة النقدية يتوقف في المقام الأول على درجة التكامل المالي مع بقية أسواق العالم المالية. إذ كلما ارتفعت درجة هذا التكامل فقدت السلطات النقدية سيطرتها على القاعدة النقدية وتضاءلت بالتالي فرص تطبيق سياسة نقدية مستقلة عن التطورات في الدول الأخرى، والعكس صحيح.

وهناك نقطتان ينبغي ذكرهما في ما يتعلق بتقدير هذه المعلمة عبر فترة زمنية طويلة كما هو الحال في هذه الدراسة. أولاً، أن سياسات التعقيم قد تنجح في بعض الأوقات وتفشل في الأخرى. لهذا ينبغي النظر إلى هذه المعلمة على أنها تمثل متوسط لجهود السلطات النقدية في هذا الصدد. ثانياً، أن استجابة السلطات النقدية قد تختلف باختلاف طبيعة الاختلال في ميزان المدفوعات. فإذا كانت هذه السلطات تولى اهتماماً لنزيف الاحتياطيات الدولية أكثر من تراكمها، فإنها قد تقرر تعقيم الفائض بينما تسمح للعجز أن يؤثر على القاعدة النقدية. أما إذا كان اهتمام السلطات بعلاج التضخم أقل من اهتمامها بعلاج البطالة التي تسببها السياسات الانكماشية في حالة العجز فإنها قد تلجأ إلى تحييد العجز وليس الفائض.

ب) المعلمة a_2 : تمثل هذه المعلمة أثر العجز المالي على القاعدة النقدية. ويمكن النظر إليها باعتبارها نسبة مساهمة السلطات النقدية في تمويل العجز المالي في المتوسط خلال فترة المعايينة. وتتوقف القيمة التي تأخذها هذه المعلمة على كفاية الجهاز المالي في الدولة وعلى مقدرة الدولة على الاقتراض من الخارج. فإذا كانت السوق المالية قادرة على تلبية احتياجات الحكومة من التمويل أو كان من السهل على الدولة أن تقترض من الخارج انخفضت هذه المعلمة، والعكس صحيح. ونظريا، تتراوح قيمة هذه المعلمة بين الصفر والواحد الصحيح. ويلاحظ أنه إذا كانت القيمة المقدرة لهذه المعلمة لا تختلف جوهريا عن الصفر، دل ذلك على أن البنك المركزي لا يسهم في تمويل العجز المالي. أما إذا كانت هذه القيمة لا تختلف جوهريا عن الواحد الصحيح، فمعنى ذلك قيام البنك المركزي بتمويل كامل العجز.

ويلاحظ أن قيمة الزيادة في القاعدة النقدية الناتجة عن قيام البنك المركزي بتمويل عجز الميزانية العامة لا تتوقف فقط على قيمة المعلمة a_2 ، وإنما أيضا على قيمة هذا العجز الذي يتوقف بدوره على عبء الديون الخارجية، ودرجة الإسراف في الإنفاق الحكومي، وتزايد الدور الاجتماعي والاقتصادي للدولة، وكفاية الجهاز الضريبي فيها والتهديدات الخارجية التي يتعرض لها أمن الدولة. ويرى Demopoulos et al. (1987: 1047) أن حجم هذه المعلمة يمكن أن يتخذ للدلالة على مدى استقلال السلطات النقدية عن السلطات المالية. فإذا كان التمويل كاملا ($a_2 = 1$)، دل ذلك على عدم الاستقلال أو على أن السلطات النقدية تشارك السلطات المالية أهدافها. أما إذا كان البنك المركزي لا يقوم بتمويل العجز ($a_1 = 0$) كان ذلك إشارة إلى استقلاله عن وزارة المالية. وننتقل الآن إلى اختبار الفرض الأول.

ينص الفرض الأول (فرض التبعية) على أن خضوع السلطات النقدية لنفوذ السلطات المالية يجعل العجز المالي أهم محددات المسار الزمني للقاعدة النقدية. وتعني هذه التبعية أنه إذا تحدد إجمالي العجز المالي ومقدار مساهمة القطاع الخاص المحلي والأجنبي في تمويله فإن الباقي، ويعرف باسم العجز الصافي، يلزم أن يقوم 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 المحلي أو الاختلال الخارجي. ويترتب على ذلك أن يصبح هذا العجز من وجهة نظر السلطات النقدية أحد المعطيات. ويتطلب اختبار هذا الفرض تقدير المعادلة (م-2). ويعمل ذلك للفترة 1961-1985 كانت النتائج كما يلي⁽¹⁵⁾:

$$\hat{dH} = -141.000 + 0.369 O + 0.411 D$$

$$(-1.713) \quad (2.710) \quad (12.714)$$

$$R^2 = 0.900 \quad DW = 1.771$$

$$\bar{R}^2 = 0.891 \quad DF = 22$$

واستنادا إلى المعايير الإحصائية، فإن أداء المعادلة يعتبر جيدا. فالقيمة المقدرة لكل من المعلمتين a_1 و a_2 تقع داخل المدى المتوقع لها وهو الصفر والواحد الصحيح. وتختلف هاتان المعلمتان جوهريا عن الصفر عند مستوى معنوية 1% كما يتضح من النسب المذكورة بين قوسين أسفل كل معلمة⁽¹⁶⁾. ويشير معامل التحديد R^2 إلى أن التغيرات المشروحة من تغيرات القاعدة النقدية تبلغ 90% وهي نسبة مرتفعة. ويقوم مؤشر دربن-واتسون DW دليلا على عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي معادلة الانحدار. وبهنا الآن أن نحدد مقدار ما أسهم به كل متغير من المتغيرات المستقلة حديا في شرح سلوك القاعدة النقدية، وذلك لتحديد الأهمية النسبية لكل من العجز المالي وتطورات ميزان المدفوعات في تحديد المسار الزمني لهذه القاعدة. ويمكن استخدام المعادلة التالية لهذا الغرض

$$MC_i = (1 - R^2) t_i^2 / DF \quad : (Theil, 1971: 181)$$

حيث MC_i هي مقدار المساهمة الحدية للمتغير المستقل i في شرح تغيرات القاعدة النقدية، R^2 معامل التحديد، t_i النسبة الخاصة بالمتغير المستقل i ، DF درجات الحرية. ويتضح من هذه المعادلة، أن الاستناد فقد إلى قيمة المعلمة الخاصة بمتغير مستقل معين لتحديد أهميته النسبية في تحديد سلوك المتغير التابع قد يكون مضللا، إذ العبرة بنسبة هذه المعلمة إلى الخطأ المعياري، أو بعبارة أخرى بالنسبة t . وبتطبيق هذه المعادلة، وجد أن تطورات ميزان المدفوعات تسهم فقط بشرح ما نسبته 3,34% من تغيرات القاعدة النقدية، بينما أسهم العجز المالي بشرح 73,48% من هذه التغيرات. أما الباقي، وقدره $(90 - 73,48 - 3,34) = 13,18$ %، فيمثل أثر الارتباط الخطي بين هذين المتغيرين⁽¹⁷⁾. ويتضح من ذلك، أن المساهمة الحدية للعجز المالي في تغيرات القاعدة النقدية تزيد عن عشرين ضعفاً مما أسهمت به تطورات ميزان المدفوعات. ومن ثم، فإن المسار الزمني للقاعدة النقدية يتحدد أساسا بأحوال العجز أو الفائض في الميزانية العامة⁽¹⁸⁾. وهذا الدليل يدعم الاعتقاد السائد بأن سبب النمو في العرض النقدي هو العجز المالي المتزايد، وأن السيطرة على الرصيد النقدي تستوجب بالدرجة الأولى السيطرة على العجز المالي.

وتشير معلمة ميزان المدفوعات (0,369) إلى أن السلطات النقدية في مصر تسمح لتطورات ميزان المدفوعات أن تؤثر على القاعدة في حدود الثلث فقط، أما ثلثا هذه التطورات فيتم تعقيمه. وكما سيتضح فيما بعد، فإن ذلك لا يمثل السلوك الفعلي للسلطات

النقدية، وأن ما تظهره المعادلة الحالية إنما هو استجابة مشوهة ناتجة عن الضغوط التي يخلقها العجز المالي. ويرجع ذلك أمران: الأول، أن البنك المركزي المصري ليس مجهزا فنيا بالأدوات النقدية الفعالة لمواجهة آثار العجز الخارجي على القاعدة النقدية. والثاني، أنه حتى إن توافرت لديه هذه الأدوات، فإن المشاكل التي يعانيها الاقتصاد المصري بسبب نقص النقد الأجنبي تجعل السلطات النقدية تولي اهتمامها لوقف نزيف الاحتياطيات الدولية، لهذا تسمح للعجز الخارجي أن يؤثر على القاعدة النقدية.

النموذج وفرض الفعالية

اتضح لنا مما سبق أن تطورات القاعدة النقدية تتحدد بشكل أساسي بأحوال العجز أو الفائض في الميزانية العامة للدولة. ونود الآن أن نختبر ما إذا كان تضائل سيطرة السلطات النقدية على هذه القاعدة قد أضر بالأهداف المحلية للسياسة النقدية، والتي تتمثل في النمو الاقتصادي والتوظيف الكامل واستقرار الأسعار. وبالتحديد، هل ترتب على ذلك إضعاف الصلة بين هذه الأهداف وتطورات القاعدة النقدية بحيث لم تعد تلعب دورا مؤثرا في سلوك هذه القاعدة مع وجود العجز؟ ولاختبار هذا الفرض، نحتاج إلى تعديل دالة رد الفعل التي تمثلها المعادلة (م - 2) بحيث تشتمل على الأهداف المحلية للسياسة النقدية⁽¹⁹⁾، وبعمل ذلك نجد أن⁽²⁰⁾:

$$dH = c_0 + c_1 \dot{Y} + c_2 \dot{M} + c_3 \dot{P} + c_4 \dot{O} + c_5 \dot{D} \quad (م - 4)$$

حيث $\dot{Y}$ هي معدل النمو، $\dot{M}$ معدل توظيف الموارد، $\dot{P}$ معدل التضخم المحلي، أما باقي المتغيرات فكما سبق تعريفها. ولما كانت قرارات السياسة النقدية التي تتخذ أنماط تمويل العجز المالي تتخذ قبل أن تكتمل المعلومات عن هذه الأهداف المحلية، فالبيانات عن معدل النمو على سبيل المثال لا تتوفر إلا بعد انقضاء فترة، لهذا فإن البيانات الموجودة على يمين المعادلة (م - 4) باستثناء العجز المالي والتغير في صافي الأصول الأجنبية (ميزان المدفوعات) يتحتم النظر إليها باعتبارها تنبؤات واضعي السياسة. ويمكن تمثيل عملية تكوين التنبؤات بقيمة المتغير X على النحو التالي:

$$X_{t-1}^f = E(X_{t-1})$$

حيث تمثل X_{t-1}^f قيمة المتغير X المتوقعة عن الفترة t والتي تتحدد خلال الفترة $t-1$ ، I_{t-1} مجموعة المعلومات المستخدمة في التنبؤ، أما E فهي دليل التوقع. وبذلك تكون X_{t-1}^f هي القيمة المتنبأ بها للمتغير X في ضوء مجموعة المعلومات المتوفرة في الفترة $t-1$.

وسوف نفترض فيما يلي أن واضعي السياسة النقدية يتمتعون بمقدرة على التنبؤ الصحيح وذلك من خلال الاستخدام الكافي لكل المعلومات المتوفرة لديهم. ويقصد بالاستخدام الكافي (Minford & Peel, 1986: 5) أن يكون التوزيع الاحتمالي المتوقع للنتائج

المستقبلية متطابقا مع التوزيع الاحتمالي الفعلي لهذه النتائج في ضوء المعلومات المتوفرة. بعبارة أخرى، سوف نفترض أن: $X_{t-1}^f = X_t$. ومعنى ذلك أن القيم الحقيقية في الفترة t تؤخذ على أنها تنبؤات واضعي السياسة خلال الفترة $t-1$.

والانتقاد الرئيسي الموجه إلى هذا الأسلوب في تكوين التوقعات هو افتراضه أن لدى واضعي السياسة معلومات كثيرة عن التحركات المتوقعة وغير المتوقعة في أهداف السياسة. وهذا الافتراض، كما يقول (Demopoulos et al: 1987: 1033) لا يكون واقعيا إذا كانت المتغيرات الرقابية (الأدوات) ثابتة خلال الفترة بأكملها. إذ كيف يتأتى لواضعي السياسة معرفة قيم الأهداف في بداية الفترة عندما يتم تحديد المتغيرات الرقابية؟ ونخرج من ذلك بأنه إذا كانت المتغيرات الرقابية تخضع للتعديل في كل مرة تتوفر فيها معلومات جديدة عن أهداف السياسة، فإن هذا الافتراض يكون مقبولا. ولما كانت الدراسة الحالية تستخدم بيانات سنوية، وكانت المتغيرات الرقابية خلال السنة تتمتع ببعض المرونة حيث يستطيع واضعو السياسة تعديلها، فقد يبدو من الأنسب في هذه الحالة ألا نرفض هذا الافتراض الخاص بتكوين التوقعات مالم تتوافر مبررات إضافية لذلك. بعبارة أخرى، سوف نطبق هذا الأسلوب على دراستنا مفترضين أن السلطات النقدية تتبعه في تكوين توقعاتها. ويترتب على ذلك أن تدخل جميع المتغيرات إلى دالة رد الفعل التي تمثلها المعادلة (م - 4) بقيمتها في الفترة t ، أي عن الفترة الحالية.

وقبل الانتقال إلى استخدام المعادلة (م - 4) في اختبار الفرض الثاني (فرض الفعالية) يهمننا تحديد الإشارات المتوقعة أن تأخذها المعلومات الجديدة، وبالتحديد إشارات c_1 و c_2 و c_3 . إن تحقيق الأهداف المحلية الثلاثة - النمو والتوظيف واستقرار الأسعار - يتطلب أن تكون تغيرات القاعدة النقدية في اتجاه عكسي لحركة هذه الأهداف. ويعني ذلك أن تكون الإشارات المتوقعة لهذه المعلومات الثلاث سالبة. وتفسير ذلك أن زيادة القاعدة النقدية يمكن أن تعمل على زيادة الإنتاج والتوظيف من خلال تأثير الرصيد النقدي على مستوى الطلب الكلي وذلك بفرض وجود طاقات عاطلة. فمن المعروف أن الرصيد النقدي هو أحد العوامل المحددة لمستوى الطلب الكلي في الاقتصاد. وحين 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، ودرجة استخدام رأس المال، والمستوى التكنولوجي. ففي حالات التوظيف الكامل، أوحين يكون التوظيف مقيدا بالمتاح من رأس المال الثابت في الوقت الذي تتطلب فيه التكنولوجيا المستخدمة امتزاج العناصر الإنتاجية بنسب ثابتة، فإن تغيرات الطلب الناشئة عن تغيرات القاعدة النقدية سوف تؤثر فقط على الأسعار بدلا من التوسع في الإنتاج المحلي وتخفيض معدل البطالة، ويستلزم علاج التضخم في هذه الحالة تخفيض القاعدة النقدية.

وبتقدير المعادلة (م - 4) عن الفترة 1961 - 1985 كانت النتائج كالتالي :

$$\begin{aligned} \hat{dH} = & 51.640 - 1582.039 \dot{Y} + 801.540 \dot{M} - 2651.018 \dot{P} \\ & (0.395) \quad (-1.119) \quad (0.918) \quad (-1.757) \\ & + 0.289 O + 0.422 D \\ & (2.048) \quad (9.972) \\ R^2 = & 0.918 \quad DW = 1.777 \\ \bar{R}^2 = & 0.896 \quad DF = 19 \end{aligned}$$

وتشير هذه النتائج إلى أن أداء السلطات النقدية ينسجم مع هدف رفع معدل النمو الاقتصادي، إذ يؤدي انخفاض معدل النمو إلى زيادة القاعدة النقدية (الإشارة سالبة). إلا أن معلمة معدل النمو لا تختلف جوهريا عن الصفر إلا عند مستوى معنوية مرتفع يصل إلى 14٪. كما تدل النتائج أيضا على أن هذه السلطات لا تستجيب بما يفضي إلى تحقيق هدف التوظيف الكامل. بل إن هذه الاستجابة تتعارض وتحقيق ذلك الهدف، حيث كانت المعلمة المقدرة موجبة لكنها لا تختلف جوهريا عن الصفر. وبالنسبة لهدف استقرار الأسعار، فتتضمن النتائج ما يدل على أن السلطات النقدية تستجيب بشكل سليم وجوهري بما يساعد على علاج التضخم، حيث كانت معلمة معدل التضخم سالبة ومختلفة جوهريا عن الصفر عند مستوى معنوية 5٪.

ويلاحظ أن دخول الأهداف المحلية الثلاثة للسياسة النقدية إلى دالة رد الفعل لم يغير كثيرا من جوهرية أثر كل من العجز المالي وميزان المدفوعات. كما أن العجز المالي لا يزال هو أكثر المتغيرات تأثيرا في سلوك القاعدة النقدية كما توضح ذلك النسبة ت أسفل معلمة هذا المتغير مقارنة بالنسب الأخرى. وكما أشارت النتائج، فقد ترتب على وجود العجز المالي بهذه الصفة في دالة رد الفعل أن أصبحت السياسة النقدية لا تسهم جوهريا في رفع معدل النمو الاقتصادي أو في علاج مشكلة البطالة. بعبارة أخرى، أدت سيطرة العجز المالي على نمو القاعدة النقدية إلى إضعاف الصلة التي تربط بين تلك الأداة الرقابية وهذين الهدفين. وعلى الرغم مما يعتقد الكثيرون، فإن السياسة النقدية رغم الضغوط التي يخلقها العجز المالي تحاول مكافحة التضخم بشكل جوهري. ومن ثم، يشير استمرار التضخم كأمر واقع يعاني منه الاقتصاد المصري إلى إن جذوره ليست نقدية، وإنما هيكلية تعود إلى التشوه البنائي وقصور علاقات التشابك بالهيكل الاقتصادي وعدم تكامل عناصره وضعف أداء وإنتاجية قطاعاته الاقتصادية وعدم استجابتها تلقائيا للزيادة في الطلب بشكل مستمر⁽²¹⁾.

النموذج وفرض الكمية

لاشك أن تمويل العجز الصافي، بما يترتب عليه من نمو القاعدة النقدية، ينسجم مع مقتضيات علاج البطالة ورفع معدل النمو الاقتصادي، إلا أنه يتعارض مع متطلبات

محاربة التضخم وتحقيق التوازن الخارجي. ورغم أن النتائج السابقة قد أوضحت أن استجابة السلطات النقدية تجاه التضخم والعجز الخارجي جوهرية وفي الاتجاه الصحيح، إلا أنه يعتقد أن تزايد العجز المالي مع فقدان السلطات النقدية لاستقلالها يضع ضغوطا كبيرة على هذه السلطات، وبدونها يمكن لأدائها أن يكون أفضل. وهذا الاعتقاد هو ما نود اختباره في هذا الجزء تحت اسم (فرض الكمية)، ومؤداه أن الضرر الذي يلحق بأداء السلطات النقدية لا يتوقف على مستوى العجز المالي، وإنما على مقدار التغير فيه.

وهناك طريقتان لاختبار هذا الفرض: الأولى، بجعل المعلمات c_1 حتى c_4 في المعادلة (م-4) تتغير طرديا مع حجم التغير المطلق في العجز المالي. أما الثانية، فتفترض أن التعديل الفوري للقاعدة النقدية عملية مكلفة، وبالتالي تطبق آلية للتعديل الجزئي تتوقف سرعتها طرديا على حجم التغير المطلق في العجز المالي. وسوف نستعين بالطريقة الأولى في اختبار فرض الكمية حيث أن درجة التجميع الزمني في البيانات المستخدمة عالية، فالبيانات سنوية، ويعني ذلك أن عملية التعديل التي تخضع لها القاعدة النقدية استجابة للتغير في أهداف السياسة النقدية تكون قد اكتملت في خلال السنة. وطبقا لهذه الطريقة، فإن معلمات المعادلة (م-4) تكتب كما يلي:

$$c_i = r_{i0} + r_{i1} (1 - e^{-ldDI}), i = 1, 2, 3, 4$$

حيث $ldDI$ مقدار التغير المطلق في العجز المالي. ويلاحظ أنه إذا لم يتغير مستوى العجز المالي ($e^0 = 1$)، فإن $c_i = r_{i0}$. وإذا كان التغير المطلق في العجز يقترب مما لا نهاية ($e^{-\infty} = 0$)، فإن $c_i = r_{i0} + r_{i1}$. أما حين يكون التغير المطلق في العجز أكبر من الصفر وأقل مما لا نهاية، فإن هذه المعادلة غير الخطية يمكن تقريبها خطيا باستخدام العلاقة التالية

$$e^{-ldDI} = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{(-ldDI)^j}{j!} \approx 1 - |dD| \quad (\text{Marquez, 1985: 44 - 45})$$

وبعمل ذلك، تصبح معادلة المعلمات كما يلي:

$$c_i = r_{i0} + r_{i1} |dD|, i = 1, 2, 3, 4 \quad (\text{م-5})$$

ويمكن تفسير هذه المعادلة على أن الاستجابة الظاهرية للسلطات النقدية (تمثلها المعلمة c_i) هي محصلة استجابة السلطات دون ضغوط (يمثلها الجزء الثابت r_{i0}) مضافا إليها أثر الضغوط الناشئة عن التغير في الالتزام بتمويل العجز (يمثلها الجزء المتغير $r_{i1}ldDI$).

وبينا تكون للجزء الثابت r_{i0} في المعادلة (م-5) نفس إشارة c_i ، فإن الأمر يقتضي على ضوء ما قيل عن انسجام وتعاضل تمويل العجز الصافي مع أهداف السياسة النقدية،

أن تتفق إشارة r_{i1} مع إشارة r_{i0} حين يكون هناك انسجام، وأن تختلف الإشارة بينهما حين يقع التعارض. لهذا، فإننا نتوقع أن تكون إشارة المعلمات في المعادلة (م-5) كما يلي:

$$\begin{aligned} r_{10}, r_{11}, r_{20}, r_{21}, r_{30}, r_{41} &< 0 \\ r_{31}, r_{40} &> 0 \end{aligned}$$

وبالتعويض عن معلمات المعادلة (م-4) بما تساويه في المعادلة (م-5)، نحصل على المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} dH = c_0 + \{ r_{10} + r_{11} |dD| \} \dot{Y} + \{ r_{20} + r_{21} |dD| \} \dot{M} \\ + \{ r_{30} + r_{31} |dD| \} \dot{P} + \{ r_{40} + r_{41} |dD| \} O \\ + c_5 D \end{aligned} \quad (م-6)$$

وبتقدير هذه المعادلة عن الفترة 1961 - 1985، كانت النتائج على النحو التالي:

$$\begin{aligned} \hat{dH} = 12.683 + \{ - 554.322 - 3.474 |dD| \} \dot{Y} \\ (0.091) \quad (-0.290) \quad (-0.929) \\ + \{ -380.060 + 1.929 |dD| \} \dot{M} \\ (- 0.338) \quad (0.618) \\ + \{ -2793.749 + 7.320 |dD| \} \dot{P} \\ (-1.866) \quad (1.911) \\ + \{ 0.752 - 0.00052 |dD| \} O \\ (2.014) \quad (-1.142) \\ + 0.377 D \\ (6.566) \\ R^2 = 0.941 \quad DW = 1.722 \\ \bar{R}^2 = 0.906 \quad DF = 15 \end{aligned}$$

ولأن اهتمامنا في هذا الجزء ينصب على اختبار فرض الكمية، فإن التركيز في استخلاص النتائج التي تتضمنها هذه المعادلة سيكون فقط على الأجزاء الثابتة والمتغيرة لمعلمات أهداف السياسة النقدية الأربعة. وقبل أن نقوم بذلك يهمننا أن نشير إلى أن العجز المالي، رغم ما أدخل على دالة رد الفعل الأصلية (المعادلة م-2) من تعديلات، لا يزال يلعب الدور الأساسي في تحديد مسار القاعدة النقدية. ثم إن هذه التعديلات قد ساعدت على الوصول إلى القيمة المناسبة لما يساهم به البنك المركزي في تمويل العجز وهي 37,7٪، كما يشير إلى ذلك الجدول رقم (1). وفيما يلي النتائج المستخلصة من تقديرات المعادلة (م-6):

(1) يتضح من الأجزاء الثابتة للمعلمات المقدرة، أي r_{i0} ، أن استبعاد الضغوط التي تضعها تغيرات العجز المالي على السلطات النقدية، والتي تمثلها الأجزاء المتغيرة من هذه

المعلومات يؤدي إلى تحسن أداء هذه السلطات بصفة عامة. وبالتحديد، فإن استجابة السلطات النقدية لهدف التوظيف الكامل أصبحت في الاتجاه الصحيح (20 سالبة)، كما أن استجابة السلطات لهدف استقرار الأسعار غدت أقوى وأكثر جوهرية. ورغم ذلك، فإن رد فعل السلطات لهدف النمو الاقتصادي بدون العجز المالي يعتبر أضعف مما هو مع وجود العجز. واحتكاما إلى النسب، يمكن القول أن البنك المركزي المصري لا يولي جميع أهداف السياسة النقدية الاهتمام نفسه فالتركيز ينصب أساسا على تحقيق التوازن الخارجي واستقرار الأسعار. أما بالنسبة للنمو الاقتصادي والتوظيف الكامل فاستجابة السلطات النقدية لا تختلف جوهريا عن الصفر.

(2) باستبعاد ما يحدثه العجز من تشويه لردود فعل البنك المركزي، بلغ الجزء الثابت من معلمه ميزان المدفوعات 0.752. ولما كان لا يختلف جوهريا عن الواحد الصحيح، ففي ذلك دليل على أن السلطات النقدية في مصر تسمح لكامل تطورات ميزان المدفوعات أن تؤثر على القاعدة النقدية سواء كان ذلك عن عمد أو لأنها غير مجهزة بأدوات التعقيم. ويتضح من تقديرات المعادلة (م - 6)، أن تغيرات العجز المالي هي المسؤولة عن ظهور التعقيم الجزئي الذي وجد عند اختبارنا لفرض التبعية.

(3) باستثناء ما ينحصر هدف التوظيف الكامل، فإن الجزء المتغير من المعلومات المقدرة، $r_{11} IdDI$ ، يأخذ الإشارة المتوقعة. ويدل ذلك على أنه بينما يعزز التغير في العجز المالي من استجابة السلطات النقدية لهدف النمو الاقتصادي، إلا أن ذلك يضر بأهداف التوظيف الكامل واستقرار الأسعار والتوازن الخارجي. ويمكن تفسير تعارض ترايد العجز وتحقيق التوظيف الكامل بأن جانبا كبيرا من الإنفاق الاستثماري الحكومي خاصة في فترة ما بعد الانفتاح تم على مشروعات كثيفة رأس المال تسهم في رفع معدل النمو الاقتصادي، لكنها لا تخلق فرص عمل بشكل مباشر. وأهم هذه المشروعات ومشروعات البنية الأساسية التي استهدفت سياسة الانفتاح تطويرها لتكون عنصر جذب للاستثمارات الأجنبية.

(4) لما كان الجزء المتغير من معلمة التضخم موجباً ويختلف جوهريا عن الصفر عند 5٪، فإن ذلك يؤكد أن مسؤولية حدوث التضخم تقع على السلطات المالية لا النقدية. ومن التفسيرات الهيكلية التي تربط التضخم بالإنفاق الحكومي ما يعرف باسم، «تضخم الإنتاجية» فبسبب بطء نمو الإنتاجية في القطاع الحكومي مقارنا بالقطاع الخاص، ينخفض معدل نمو الإنتاجية المتوسطة في الاقتصاد ككل خاصة إذا كان هذا القطاع كبيرا نسبيا. وجزئيا لا يظهر الأثر التضخمي حيث أن ناتج هذا القطاع ككل لا يباع في السوق ولكنه يمول عن طريق الضرائب. ومع ذلك، فبقدر ما يتم اللجوء إلى الضرائب غير المباشرة يرتفع المستوى العام للأسعار بحيث ينشأ التضخم كنتيجة مباشرة لهبوط الإنتاجية في القطاع الحكومي.

الخلاصة

اهتم هذا البحث ببناء نموذج يصور الكيفية التي تستجيب بها السلطات النقدية، مستخدمة تغيير القاعدة النقدية، لتطورات أهداف السياسة النقدية. ولقد تم توسيع النموذج ليشتمل على العجز المالي بحيث يظهر آثار السياسة المالية على القاعدة النقدية. ويستند بناء النموذج على ثلاثة مفاهيم أساسية هي قيد الميزانية العامة ومتطابقة التغير في القاعدة النقدية ودالة رد الفعل، ويفترض أن السلطات النقدية تسيطر على القاعدة النقدية أو أن باستطاعتها السيطرة عليها إذا ما أرادت ذلك. واستهدف النموذج اختبار ثلاثة فروض: الأول، أن العجز المالي هو أهم محددات المسار الزمني للقاعدة النقدية (فرض التبعية). والثاني، أن ما يترتب على ذلك من تقليل سيطرة السلطات النقدية يضر بأداء هذه السلطات (فرض الفعالية). والثالث، أن مقدار الضرر الذي يلحق بهذا الأداء يتوقف على مقدار التغير في العجز وليس على مستواه (فرض الكمية).

واتضح من اختبار هذه الفروض الثلاثة، أن السياسة المالية تلعب دوراً أساسياً في تحديد الكيفية التي تدار بها السياسة النقدية في مصر والغايات التي تستهدف هذه السياسة تحقيقها. وترتب على ذلك انتقاص مقدرة السلطات النقدية في السيطرة على القاعدة النقدية وتوجيهها بما يخدم أهداف الاقتصاد المصري من نمو وتوظيف واستقرار للأسعار وتوازن خارجي. كما اتضح أن هذه الأهداف تحظى باهتمام متفاوت من البنك المركزي، حيث يتجه معظم الاهتمام إلى تحقيق التوازن الخارجي واستقرار الأسعار. فالبنك المركزي يسمح لتطورات ميزان المدفوعات أن تؤثر على القاعدة النقدية، ويحاول مكافحة التضخم. ومن ثم، فإن بقاء التضخم يعتبر بالدرجة الأولى مسؤولية القطاع الحكومي، وهذا يجعل النجاح في علاجه متوقفاً على سلوك السلطات المالية.

إن تواجد سياسة نقدية فعالة في الوقت الذي يتواجد فيه نظام مالي يتسم بوجود عجز كبير ومستمر أمر غير جائر أن يحدث لفترة طويلة. ويوضح التاريخ أن الأمر الأكثر حدوثاً هو أن تخضع السياسة النقدية لمتطلبات السياسة المالية وليس العكس. ورغم ذلك، فإن القول بضرورة استقلال السلطات النقدية عن السلطات المالية لزيادة فعالية هذه السلطات في التعامل مع المشاكل الاقتصادية يعتبر أمراً غير مقبول لسببين: الأول، أنه حتى أكثر البنوك المركزية استقلالا لا يستطيع أن يرفض إعطاء الشرعية للتوسع المالي إلى الأبد. والثاني، أن تحقيق الأهداف الاقتصادية للمجتمع هو مسؤولية مشتركة لجميع الأطراف النقدية والمالية، وهذا يحتم وجود تنسيق بينهما.

ومن ثم، لا وسيلة لرفع فعالية السلطات النقدية إلا بتخفيض العجز المالي أو تدبير موارد حقيقية لتمويله. ولهذا، لا بد من (أ) الحد من الإسراف في إنفاق الأموال العامة،

وإحكام الرقابة على الإنفاق. (ب) العمل على تخفيض الدعم السلعي عن طريق تطوير الإنتاج وزيادة كفاءته بحيث تنخفض الأسعار الاقتصادية إلى مستوى الأسعار الاجتماعية كنتيجة لتخفيض التكلفة. (ج) ترشيد الإنفاق الاستثماري من خلال مراجعة مكونات التكاليف ومتابعة تنفيذ المشروعات والالتزام بالبرامج الزمنية لتنفيذها. (د) تشجيع القطاع الخاص على المزيد من توظيف مدخراته في مجال الاستثمار، بحيث تقل الحاجة إلى الاستثمار الحكومي. (هـ) تحسين كفاية الجهاز الضريبي بما يكفل القضاء على ظاهرة التهرب وتحصيل المتأخرات.

ملحق البيانات ومصادرها

تم الحصول على البيانات الخام لهذه الدراسة عن الفترة 1961 - 1985، وذلك من IMF (1988) وهي بالتحديد:

- 1) صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي المصري (line 11 - line 16 c).
 - 2) صافي مديونية القطاع الحكومي لدى البنك المركزي المصري (line 12a - line 16d).
 - 3) الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (line 99b).
 - 4) الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (100 = 1981/80) (line 64).
- أما فيما يتعلق بالعجز الإجمالي بالميزانية العامة فقد تم تجميع بياناته من عدة مصادر مختلفة أهمها نشرات البنك الأهلي المصري.

ولقد استعملت هذه البيانات في إنشاء البيانات التي استخدمت في تقدير المعادلات (م - 2)، (م - 4)، (م - 6) والتي تظهر بالجدول (2) وذلك على النحو التالي:

O (رصيد ميزان المدفوعات)	=	التغير في صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي المصري.
dC (العجز المالي الصافي)	=	التغير في صافي مديونية القطاع الحكومي لدى البنك المركزي المصري.
dH (التغير في القاعدة النقدية)	=	رصيد ميزان المدفوعات + العجز المالي الصافي.
D (العجز المالي الإجمالي)	=	إجمالي الإنفاق النقدي الحكومي ناقصاً إجمالي الإيرادات النقدية الحكومية.
Y (معدل النمو الاقتصادي)	=	التغير في لوغاريتم الناتج المحلي بالأسعار الثابتة حيث الأخير هو الناتج بالأسعار الجارية مقسوماً على الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.
M (معدل توظيف الموارد)	=	نسبة الناتج المحلي بالأسعار الثابتة إلى اتجاهه العام ناقصاً واحد، حيث تم حساب الاتجاه بإجراء انحدار الناتج بالأسعار الثابتة على الزمن كدالة خطية.
P (معدل التضخم المحلي)	=	التغير في لوغاريتم الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.

جدول رقم (2)
البيانات المستخدمة في التقدير (مصر 1961 - 1985)

1dD1	P	M	Y	D	O	dH	السنة
6	0,007	0,032	0,052	229	25-	4 1-	1961
14	0,028-	0,039	0,064	243	29-	30 -	1962
62	0,007	0,087	0,100	305	7-	69	1963
51	0,034	0,113	0,080	356	29-	35	1964
107	0,138	0,075	0,022	249	10-	29	1965
10	0,087	0,012	0,005-	239	23-	12 -	1966
24	0,008	0,021-	0,024	263	26-	26 -	1967
63	0,013	0,068-	0,007	330	0	34	1968
17	0,034	0,092-	0,029	347	6-	13	1969
55	0,037	0,062-	0,089	292	27-	9 -	1970
1	0,031	0,040-	0,079	291	76-	4 -	1971
58	0,021	0,048-	0,049	349	15	91	1972
223	0,041	0,114-	0,016-	572	24	173	1973
53	0,104	0,158-	0,006	625	38-	111	1974
585	0,092	0,090-	0,133	1210	540-	15 -	1975
55	0,098	0,003-	0,147	1265	159-	78 -	1976
149	0,109	0,022	0,082	1414	443-	166 -	1977
839	0,105	0,038	0,071	2253	1721-	525	1978
1160	0,095	0,150	0,159	3413	120-	1321	1979
231	0,188	0,106	0,017	3182	551	855	1980
1311	0,099	0,062	0,015	4493	740	2605	1981
352	0,139	0,023	0,018	4845	185-	2221	1982
168	0,149	0,035	0,069	5013	825	2512	1983
387	0,157	0,005-	0,017	5400	60-	1475	1984
174	0,125	0,027-	0,034	5574	205	1923	1985

المصدر: حسبت بمعرفة الباحث من المصادر السابق الإشارة إليها.

الهوامش

- (1) طور Barro (1979; 1984) نموذجاً يكون فيه الاقتراض وسيلة لتقليل القيمة الحالية لتكلفة تحصيل الضرائب.
- (2) يمكن لمعدل الفائدة العالمي أن يؤثر على القاعدة النقدية من خلال تأثيره على إمكانية الاقتراض من الخارج. فعندما يرتفع معدل الفائدة العالمي وتزداد بالتالي تكلفة الاقتراض من الخارج قد تجد الحكومة أن من الأفضل اللجوء إلى البنك المركزي.
- (3) أمكن تحديد ذلك بالمعادلة $t = \ln(E_0 / R_0) / (r - e)$ حيث t هي الفترة التي تنقضي حتى يتحقق التوازن، E_0 هي الاتفاق العام في السنة 0 و R_0 هي الإيرادات العامة في السنة 0، r و e هي معدلات نمو الإيرادات والإنفاق على التوالي وقد تم حساب هذه المعدلات باستخدام البيانات المتاحة في: Economic Intelligence Unit, Country Profile: Egypt, 1987 / 88 : 44 - 43.
- (4) الائتمان الممنوح من البنك المركزي للقطاع الحكومي، طبقاً لهذه الدراسة، عبارة عن التغير في صافي حقوق البنك المركزي تجاه الحكومة، أي هو الفرق بين حقوق والتزامات البنك قبل الحكومة.
- (5) بإمكان البنوك التجارية أن تحول القاعدة النقدية إلى عرض نقدي أكبر عن طريق المضاعف النقدي وذلك بإمداد الجمهور والشركات بالائتمان. ولذلك يمكن القول أن العرض النقدي ناقصاً القاعدة النقدية يساوي الائتمان الممنوح للقطاع الخاص (Dadkhah, 1985: 367 - 368).
- (6) إذا كان المضاعف النقدي مستقراً أو يمكن التنبؤ به، فإن التغيرات في H تحدد التغيرات في العرض النقدي.
- (7) جوهر هذا المفهوم هو أن الرصيد النقدي للدولة يمكن اعتباره بناءً يقوم على قاعدة نقدية. وتعرف القاعدة النقدية أيضاً باسم «النقود ذات القوة» و «النقد الاحتياطي».
- (8) تجدر الإشارة إلى أن تغيرات القاعدة النقدية المقابلة للتغير في صافي الائتمان الحكومي (انظر الملاحظة رقم 4) تتحدد في بداية كل فترة زمنية، بينما تغيراتها المقابلة لرصيد ميزان المدفوعات تتحدد في نهاية الفترة الزمنية بعد أن تكون المعاملات الخارجية للدولة قد تمت (Rojas - Suarez, 1987: 444).
- (9) يشير Fitzgerald (1980: 391) إلى أن من أهم الخصائص المحلية لعملية التراكم الرأسمالي التي تتم في أطراف الاقتصاد العالمي هو اضطلاع الدولة بالعبء الأكبر من الاستثمارات في هذه الاقتصاديات بحيث أصبح العجز المالي الكبير والالتجاء إلى برامج التثبيت لمواجهة آثار هذا العجز على الطلب الكلي خاصية شائعة بين دول الأطراف.
- (10) يمكن وصف الاقتصاد بنظام من المعادلات الهيكلية تتضمن كل منها عدداً من المتغيرات بعضها يتحدد داخل النظام (متغيرات داخلية) وبعضها الآخر يتحدد خارج النظام (متغيرات خارجية). وبحل النظام للمتغيرات الداخلية بدلالة المتغيرات الخارجية، فإن المعادلات الناتجة تعرف بمعادلات الشكل المختصر.
- (11) لا يعني ذلك أن للبنك المركزي سيطرة كاملة على تمويل العجز، إذ يمكن للمؤثرات الأخرى التي تخرج عن نطاق سيطرته أن تؤثر على العلاقة بين عجز الميزانية ونمو القاعدة النقدية. فعلى سبيل

- المثال، عندما يكون سعر الصرف ثابتاً، فإن التغيرات في صافي الأصول الأجنبية الناتجة عن الاختلالات الخارجية تؤثر أيضاً على نمو القاعدة النقدية. ومع ذلك، فإن أسلوب الانحدار المتعدد المتبع هنا يسمح بالفصل بين أثر العجز المالي على القاعدة مع تثبيت مستوى الأصول الأجنبية. لا يعني ذلك أن سعر الصرف لا يتغير، وإنما يعني أن تغيراته ليست أمراً متكرراً.
- (12) تمثل الأهداف الأخرى المحلية في النمو الاقتصادي، والتوظيف الكامل واستقرار الأسعار.
- (13) في ظل ثبات أسعار الصرف، تضطر السلطات النقدية إلى التدخل في أسواق النقد الأجنبي للحفاظ على سعر صرف عملتها داخل الحدود المستهدفة لها. لهذا فإن الأثر المباشر للتدخل هو تغيير مستوى القاعدة النقدية. وفي غياب آلية تلقائية تعمل على تعقيم هذه الآثار، فإن التعقيم يتم على نحو بطيء يستغرق وقتاً طويلاً.
- (14) في هذه المعادلة والمعادلات التي سترد، وجميعها تم تقدير معالمها باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية OLS، تمثل R^2 معامل التحديد وهو نسبة التغير المشرح في المتغير التابع إلى إجمالي التغير فيه، $\bar{R}^2$ معامل التحديد المصحح بدرجات الحرية ويستخدم للمقارنة بين المعادلات التي تتفاوت فقط في عدد متغيراتها المستقلة، DW مؤشر درين-واتسون ويستخدم لاختبار مدى جوهرية اختلاف معامل الارتباط الذاتي بين بواقي معادلة الانحدار عن الصفر، DF درجات الحرية وهي الفرق بين عدد القراءات (25 قراءة)، وعدد المعلمة المقدرة في المعادلة. ويلاحظ أن الأرقام المذكورة بين قوسين تمثل النسبة وهي خارج قسمة المعلمة المقدرة على الخطأ المعياري الخاص بها.
- (15) جميع اختبارات المعنوية المستخدمة هنا ولاحقاً هي اختبارات ذات طرف واحد One-Tailed Tests.
- (16) يلاحظ أن معامل الارتباط البسيط بين المتغير التابع وأحد المتغيرات المستقلة يساوي المساهمة الحدية لهذا المتغير المستقل مضافاً إليها أثر الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة.
- (17) من المنتظر مع دخول متغيرات مستقلة جديدة إلى معادلة الانحدار لاحقاً أن ينخفض مقدار المساهمة الحدية للعجز المالي بسبب ما يتواجد بين هذه المتغيرات الجديدة والعجز المالي من ارتباط. ورغم ذلك يظل العجز المالي هو العنصر الأساسي المحدد للمسار الزمني للقاعدة النقدية. لهذا نذكر القارئ بما أورده في مستهل هذا البحث من أن الأرقام هنا هي لتقريب الأفكار إلى الأذهان وليست من باب الدقة العددية.
- (18) نذكر القارئ أن المعلمة a_0 في المعادلة (م - 2) تعكس الأهداف المحلية للسياسة النقدية بحيث يمكن القول بأن $a_0 = c_0 + c_1 \dot{Y} + c_2 \dot{M} + c_3 \dot{P}$ وبذلك، فإن $a_0 = c_0 + c_1 \dot{Y} + c_2 \dot{M} + c_3 \dot{P}$ ولا يعني ذلك أن القيم المقدرة من المعادلة (م - 4) لهايتين المعلمتين الأخيرتين ستتساوى مع قيمتيهما المقدرتين من المعادلة (م - 2) خاصة إذا كانت المتغيرات الجديدة ترتبط بالمتغيرات المستقلة القديمة، وهذا هو الأمر الأكثر احتمالاً.
- (19) تم قياس هذه المعدلات على النحو التالي $\dot{Y} = d \ln Y$ ، $\dot{M} = (Y - \bar{Y}) / \bar{Y}$ ، $\dot{P} = d \ln P$ حيث Y هي الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، Y القيم الاتجاهية للناتج المحلي بالأسعار الثابتة محسوبة من انحدار Y كدالة خطية في الزمن، P الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، $d \ln$ التغير في اللوغاريتم الطبيعي (انظر ملحق البيانات ومصادرها). وهنا ينبغي أن نذكر أن التعريف السليم لمعدل توظيف الموارد M كان يتطلب منا أن ننسب الفرق بين الناتج المحلي الإجمالي الفعلي والناتج الممكن الوصول إليه

باستعمال كافة الموارد المتاحة إلى الأخير. ولكن نظرا لصعوبة قياس هذا المفهوم الأخير فقد استخدمنا الاتجاه الزمني للنتائج المحلي الفعلي كمتغير ممثل Proxy لهذا المفهوم. ولا شك أن لهذا انعكاساته على جودة النتائج المتعلقة بهذا المتغير.

(21) بالإضافة إلى التفسيرين النقدي والهيكل للتعظيم، يوجد التفسير الاجتماعي، وهو محاولة لشرح التعظيم اعتمادا على مستوى ونطاق الصراع السياسي بين القوى الاجتماعية في الدولة. وعن الجذور الاجتماعية للتعظيم في مصر، يمكن الرجوع إلى (Lawson 1985). وتجدر الإشارة إلى أنه بغض النظر عن طبيعة التفسير المقدم للتعظيم فلا بد من وجود توسع نقدي مصاحب من أجل أن يظهر هذا التعظيم.

المصادر العربية

الخضراوي، ف. 1987 «العلاقة بين فائض السيولة المحلية وعجز ميزان المدفوعات في الدول النامية غير النفطية 1968 - 1983» مجلة العلوم الاجتماعية 15 (شتاء): 39 - 74.

المصادر الأجنبية

Akhtar, M.A. & Wilford, D.S.

1979 "The Influence of the United Kingdom's Public Sector Deficit on Its Money Stock." Bulletin of Economic Research 31 (May): 3-13.

Argy, V. & Kouri, P.J.K.

1974 "Sterilization Policies and Volatility in International Reserves". pp. 209 - 230 in R.Z. Aliber (Ed.), National Monetary Policies and the International Financial System. Chicago: University of Chicago Press.

Barro, R.J.

1979 "On the Determination of the Public Debt." Journal of Political Economy 87 (October): 940-971.

1984 "The Behavior of U.S. Deficits." National Bureau of Economic Research Working Paper No. 1309 (March).

Buchanan, J.M. & Wagner, R.

1977 Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes. New York: Academic Press.

Dadkhah, K.M.

1985 "The Inflationary Process of the Iranian Economy, 1970 - 1980." International Journal of Middle East Studies 17 (August): 365 - 381.

Demopoulos, G.D., Katsimbris, G.M. & Miller, S.M.

1987 "Monetary Policy and Central-Bank Financing of Government Budget Deficits: A Cross-Country Comparison." European Economic Review 31 (July) 1023-1050.

Dwyer, G.P. Jr.

- 1985 "Federal Deficits, Interest Rates, and Monetary Policy." *Journal of Money Credit and Banking* 17 (November): 655 - 690.

Economic Intelligence Unit.

1987/88 Country Profile : Egypt.

FitzGerald, E.V.K.

- 1980 "A Note on Capital Accumulation in Mexico: The Budget Deficit and Investment Finance." *Development and change* 11 (July): 391-417.

International Monetary Fund

1988 *International Financial Statistics Yearbook*. Washington, DC: IMF.

Kotlikoff, L.J.

- 1984 "Economic Impact of Deficit Financing." *International Monetary Fund's Staff Papers* 31 (September): 549-582.

Lawson, F.H.

- 1985 "Social Origins of Inflation in Contemporary Egypt." *Arab Studies Quarterly* 7 (Winter): 36-57.

Marquez, J.

- 1985 "Foreign Exchange Constraints and Growth Possibilities in LDC's." *Journal of Development Economics* 19 (September - October): 39 - 57.

Minford, P. & Peel, D

- 1986 *Rational Expectations and the New Macro-Economics*. New York: Basil Blackwell.

Poole, W.

- 1987 *Money and the Economy: A Monetarist View*. London: Addison-Wesley.

Rojas-Suarez, L.

- 1987 "Devaluation and Monetary Policy in Developing Countries: A General Equilibrium Model for Economies Facing Financial Constraints." *International Monetary Fund's Staff Papers* 34 (September): 439-470.

Tanzi, V., Blejer, M.I. & Teijeiro, M.O.

- 1987 "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits." *International Monetary Fund's Staff Papers* 34 (December) 711-738.

Theil, H.

- 1971 *Principles of Econometrics*. London: John Wiley.

Fiscal Deficit and Monetary Policy in Egypt

Fathi Kh. el-Khadrawi

This paper examines systematically the relationship between monetary policy objectives and the Central Bank financing of the government budget deficit. To study this, a reaction function of the Egyptian monetary authorities is estimated for the period 1961 to 1985. In addition to the economic goals of monetary policy, fiscal deficit is included in the reaction function to elucidate the effects of fiscal policy on monetary base. The main finding is that fiscal policy has played a prominent role in determining not only how monetary policy is conducted but also the end to which this policy is aimed. This means that an independent monetary policy action is not an option. Hence, reducing fiscal deficit and/or mobilizing internal resources are of paramount importance for effective monetary policy.